

### Ifo: maleje ryzyko recesji w Niemczech

#### Dziś w centrum uwagi:

- **Nastroje amerykańskich konsumentów (Conference Board)** zapewne pozostają optymistyczne (w styczniu), a wzmocnić może je dodatkowo podpisanie wstępnej umowy handlowej z Chinami. To potwierdza, że konsumpcja wspiera wzrost gospodarki USA w przeciwieństwie do inwestycji, które odzwierciedlają słabość amerykańskiego przemysłu. Co prawda **grudniowe dane o zamówieniach na dobra trwałe** mogą pokazać odbicie, ale pesymistyczne nastroje i problemy Boeinga nie wspierają optymistycznych prognoz na kolejne miesiące.
- **Narodowy Bank Węgier** prawdopodobnie nie zmieni stóp procentowych. Mimo przesłanek za zacieśnieniem polityki (inflacja powyżej celu i wysoki wzrost PKB), MNB pozostaje w gołębim nastawieniu.

#### Przegląd wydarzeń:

- **GER:** Indeks Ifo spadł w styczniu do 95,9 pkt. z 96,3 pkt. w grudniu, za sprawą rosnącego pesymizmu co do nadchodzących miesięcy. Ocena bieżącej sytuacji uległa jednak poprawie, a prezes Instytutu Ifo, C.Fuest powiedział, że wyniki ankiety sugerują, iż maleje ryzyko recesji w Niemczech. Nastroje pogorszyły się w usługach i w budownictwie, podczas gdy **przetwórstwo pokazało oznaki ożywienia**. Handel wykazał poprawę, ale tylko w części hurtowej, niemniej nastroje w tym sektorze są najlepsze spośród analizowanych branż.
- **POL:** Stopa bezrobocia w grudniu wzrosła zgodnie z oczekiwaniami i wstępnym szacunkiem MRPIPS do 5,2% z 5,1% miesiąc wcześniej. Po oczyszczeniu o efekty sezonowe stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 5,2%. Trend spadkowy bezrobocia jest kontynuowany, ale wyhamowuje (naszym zdaniem zatrzyma się w bieżącym roku).
- **POL:** Opublikowane równoległe dane z grudniowego Biuletynu Statystycznego pokazały, że **za wzrostem dynamiki wynagrodzeń w grudniu do 6,2% r/r** stał cały szereg sektorów, co potwierdza, że listopadowy rozczarowujący odczyt (5,3% r/r) był jednorazowym odchyleniem od trendu (łagodnie spadkowego). Oczekujemy, że dynamika wynagrodzeń przyspieszy w styczniu (po podwyżce płacy minimalnej) do ok. 8% r/r. Opublikowane przez GUS dane potwierdziły również **umiarkowane odbicie nowych zamówień eksportowych** w grudniu po spadku w listopadzie (5,5% r/r wobec -1,1% r/r), które jednak nie doprowadziło do wzrostu zamówień ogółem (-3,7% r/r vs -8,3% r/r w listopadzie). Dane potwierdzają wnioski co do spowalniania

#### Główny Ekonomista

**Piotr Bujak**  
piotr.bujak@pkobp.pl  
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych  
[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl)

@PKO\_Research

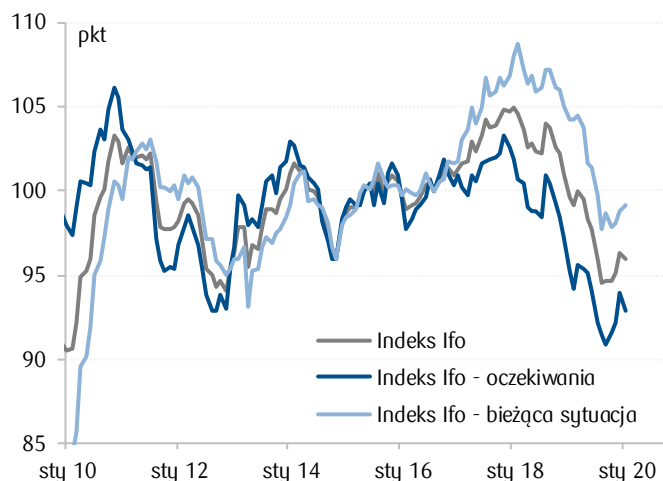
**Marta Petka-Zagajewska**  
Kierownik Zespołu  
tel. 22 521 67 97

**Marcin Czaplicki**  
Ekonomista  
tel. 22 521 54 50

**Urszula Kryńska**  
Ekonomistka  
tel. 22 521 51 32

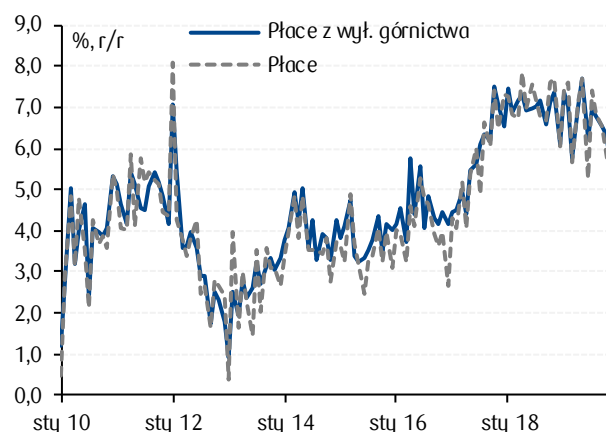
**Michał Rot**  
Ekonomista  
tel. 22 580 34 22

#### Indeks Ifo w Niemczech



Źródło: Reuters Datastream, Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw



polskiej gospodarki.

- **USA:** Sprzedaż nowych domów w USA spadła w grudniu do 694 tys. (w ujęciu rocznym) z 697 tys. w listopadzie (konsensus: 730 tys.), zmniejszając się trzeci miesiąc z rzędu po osiągnięciu pokryzysowych szczytów (umożliwionym przez obniżki stóp Fed). Sprzedaż domów znajduje się wciąż na wysokim poziomie, a inne wskaźniki z rynku nieruchomości sugerują, że pozytywnie kontrybuuje on do wzrostu amerykańskiego PKB.

#### Znalezione w sieci:

- Wzrost płacy minimalnej jest w USA związany z poprawą zdrowia dzieci (NBER): [Effects of the Minimum Wage on Child Health](#).
- Państwa UE tracą miliardy (nawet 13% wpływów CIT) w związku ze sztucznym przesuwaniem zysków pomiędzy krajami i unikaniem opodatkowania (PIE): [Tax unfairness in the European Union Towards greater solidarity in fighting tax evasion](#).
- Kolejny głos w rozważaniach o wpływie kapitału zagranicznego w sektorze bankowym na wzrost gospodarczy (Applied Economic Letters): [Foreign-owned banks and foreign trade in CESEE countries – a growth enhancing duo?](#)
- Zmiany klimatu mogą wywołać kryzys systemowy (Bloomberg): [‘Green Swan’ Climate Event Could Trigger Global Financial Crisis, BIS Warns](#), oryginalne opracowanie (BIS): [The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change](#).
- Długookresowy wpływ polityki pieniężnej na wydajność w gospodarce potwierdzony empirycznie (NBER): [The Long-Run Effects of Monetary Policy](#).

## Tygodniowy kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt	Komentarz
<b>Piątek, 24 stycznia</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	9:30	43,7 pkt.	44,5 pkt.	--	45,2 pkt.	Wskaźniki sugerują, że spowolnienie gospodarcze się kończy.
EUR: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	10:00	46,3 pkt.	46,8 pkt.	--	47,8 pkt.	
<b>POL: Podaż pieniądza M3 (gru)</b>	<b>14:00</b>	<b>9,4% r/r</b>	<b>9,1% r/r</b>	<b>9,1% r/r</b>	<b>8,3% r/r</b>	<b>Dalszy spadek dynamiki kredytów i depozytów.</b>
USA: PMI w przetwórstwie (sty, wst.)	15:45	52,4 pkt.	52,5 pkt.	--	51,7 pkt.	Sygnal słabnięcia amerykańskiego przemysłu.
<b>Poniedziałek, 27 stycznia</b>						
<b>POL: Stopa bezrobocia (gru)</b>	<b>10:00</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,2%</b>	<b>Wzrost stopy bezrobocia wynika z czynników sezonowych, trend spadkowy jest kontynuowany.</b>
GER: Indeks Ifo (sty)	10:00	96,3 pkt.	97,0 pkt.	--	95,9 pkt.	Sytuacja w niemieckim przetwórstwie się poprawia, ale w usługach i budownictwie jest coraz gorsza.
USA: Sprzedaż nowych domów (gru)	16:00	697 tys.	730 tys.	--	694 tys.	Ubiegłoroczne obniżki stóp wciąż sprzyjają rynkowi nieruchomości.
<b>Wtorek, 28 stycznia</b>						
HUN: Posiedzenie MNB (sty)	14:00	0,90%	0,90%	0,90%	--	Wysoka inflacja nie uzasadnia bieżącej (luźnej) polityki MNB, ale też nie wpłynie na jej zmianę.
USA: Zamówienia na dobra trwałe (gru, wst.)	14:30	-2,1% m/m	1,2% m/m	--	--	Odczyty mogą pokazać słabość przemysłu, siłę konsumpcji i odżywające budownictwo mieszkaniowe, wpisując się w zakładany przez nas kształt i strukturę ścieżki PKB w USA.
USA: Ceny nieruchomości (lis)	15:00	2,23% r/r	2,45% r/r	--	--	
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sty)	16:00	126,5 pkt.	128,0 pkt.	--	--	
<b>Środa, 29 stycznia</b>						
<b>POL: Wzrost PKB (2019)</b>	<b>10:00</b>	<b>5,1% r/r</b>	<b>4,2% r/r</b>	<b>4,0% r/r</b>	--	<b>Budownictwo pociągnęło w dół wyniki gospodarki w 4q19.</b>
EUR: Podaż pieniądza M3 (gru)	10:00	5,6% r/r	5,4% r/r	--	--	Wyhamowywanie podaży pieniądza i akcji kredytowej wskazuje na potrzebę dalszego luzowania polityki EBC.
USA: Posiedzenie Fed (sty)	20:00	1,50-1,75%	1,50-1,75%	1,50-1,75%	--	Fed nadal będzie ze spokojem podchodził do napływających danych. Dopiero ewentualne zaostreżenie relacji USA z UE może zmusić FOMC do działania.
<b>Czwartek, 30 stycznia</b>						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sty)	11:00	101,5 pkt.	101,8 pkt.	--	--	Poprawa wskaźników koniunktury zwiastuje odbicie aktywności gospodarczej w dalszej części roku.
EUR: Koniunktura konsumencka (sty, rew.)	11:00	-8,1 pkt.	--	--	--	
UK: Posiedzenie BoE (sty)	13:00	0,75%	0,75%	--	--	Ostatnie posiedzenie z udziałem ustępującego M.Carneya może nie przynieść oczekiwanej przez rynki zmiany stóp. Stycyniowy silny wzrost PMI może opóźnić obniżkę, za którą opowiada się rosnąca liczba członków Komitetu. Decyzja będzie podjęta na ostrzu noża.
GER: Inflacja CPI (sty, wst.)	14:00	1,5% r/r	1,6% r/r	--	--	Z perspektywy polskiej gospodarki najciekawszy będzie tradycyjnie komponent cen żywności.
USA: Wzrost PKB (4q)	14:30	2,1%k/k saar	2,2%k/k saar	--	--	Solidny wzrost w 4q odciąga FOMC od decyzji o kolejnej obniżce stóp.
<b>Piątek, 31 stycznia</b>						
EUR: Wzrost PKB (4q)	11:00	1,2% r/r	1,1% r/r	--	--	Seria danych ze strefy euro, które sugerują ostrożność i wskazują na potencjał dla dalszego luzowania europejskiej polityki pieniężnej.
EUR: Inflacja CPI (sty)	11:00	1,3% r/r	1,4% r/r	--	--	
EUR: Inflacja bazowa (sty, wst.)	11:00	1,3% r/r	1,2% r/r	--	--	
USA: Dochody Amerykanów (gru)	14:30	0,5% m/m	0,3% m/m	--	--	Dane z USA wskazują na solidne fundamenty konsumpcji, ale brak presji inflacyjnej nie pozwala zapomnieć, że FOMC może jeszcze obniżyć stopy procentowe, w szczególności gdyby pogłębiły się problemy przetwórstwa lub zaostrzyły relacje handlowe USA z UE.
USA: Wydatki Amerykanów (gru)	14:30	0,4% m/m	0,3% m/m	--	--	
USA: Inflacja bazowa PCE (gru)	14:30	1,6% r/r	1,6% r/r	--	--	
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sty, rew.)	16:00	99,1 pkt.	99,0 pkt.	--	--	

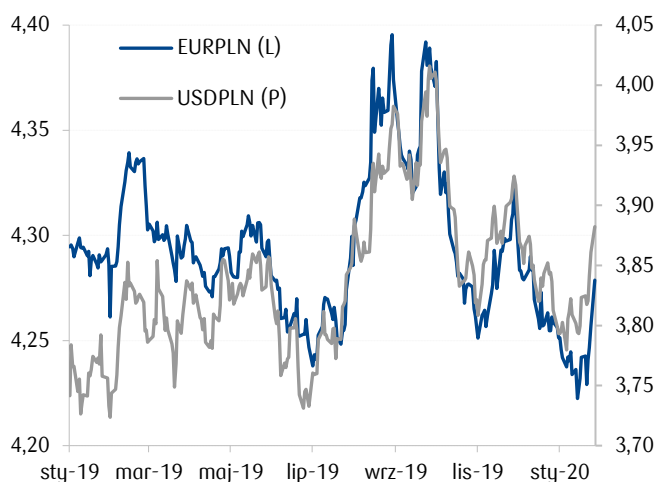
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.\*sprzed publikacji szacunku flash.

## Podstawowe dane rynkowe

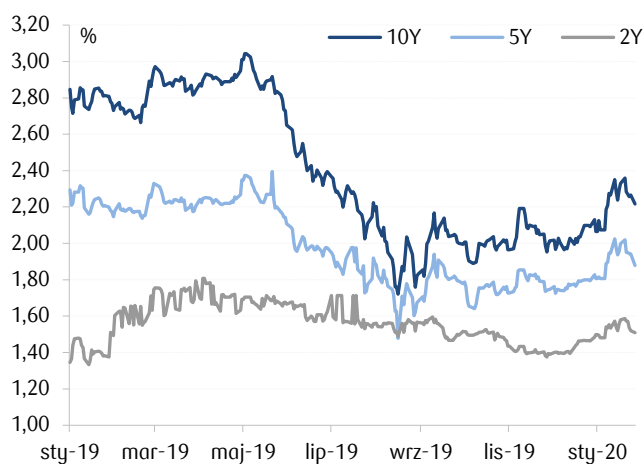
		Wartość 2020-01-25	Δ 1D	Δ (% , pb)* Δ 1W	Δ 4W
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2787	0,51%	0,85%	0,53%
	USDPLN	3,8853	0,62%	1,49%	2,27%
	CHFPLN	4,0064	0,73%	1,47%	2,20%
	GBPPLN	5,0682	0,38%	1,85%	1,73%
	EURUSD	1,1013	-0,11%	-0,63%	-1,70%
	EURCHF	1,0680	-0,22%	-0,61%	-1,64%
	GBPUSD	1,3056	-0,10%	0,45%	-0,44%
	USDJPY	108,91	-0,48%	-1,14%	-0,07%
	EURCZK	25,25	0,36%	0,59%	-0,72%
	EURHUF	337,63	0,41%	0,92%	2,23%
<b>Obligacje</b>	PL2Y	1,51	-1	-8	2
	PL5Y	1,88	-7	-14	5
	PL10Y	2,22	-5	-14	9
	DE2Y	-0,63	-2	-4	-2
	DE5Y	-0,62	-4	-11	-16
	DE10Y	-0,38	-5	-17	-20
	US2Y	1,44	-4	-13	-13
	US5Y	1,44	-7	-20	-25
	US10Y	1,61	-8	-23	-29
<b>Akcje</b>	WIG20	2083,8	-3,3%	-4,3%	-3,1%
	S&P500	3243,6	-1,6%	-2,6%	0,7%
	Nikkei**	23215,7	-0,5%	-3,6%	-1,9%
	DAX	13204,8	-2,7%	-2,5%	-0,3%
	VIX	18,23	25,2%	50,7%	23,0%
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	60,5	0,0%	-7,3%	-11,5%
	Złoto	1582,8	0,7%	1,4%	4,5%

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski \*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

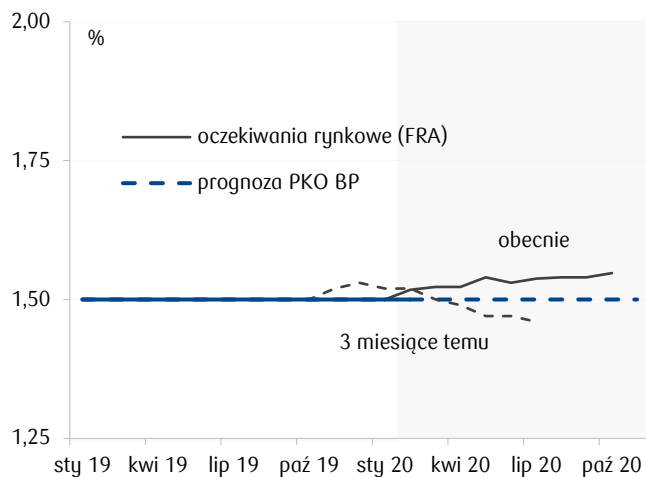
## Notowania złotego wobec głównych walut



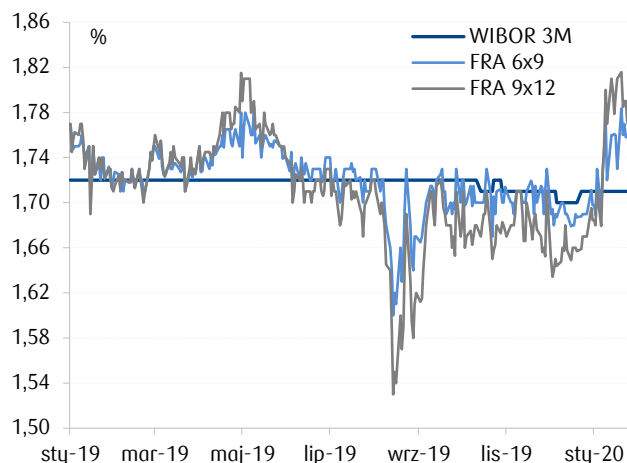
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



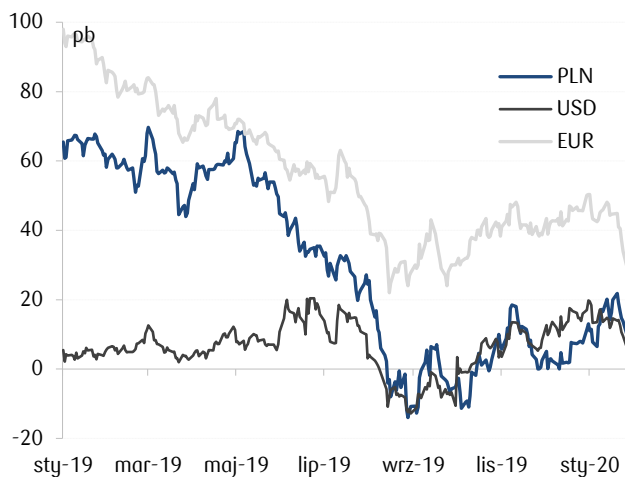
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs. oczekiwania rynkowe



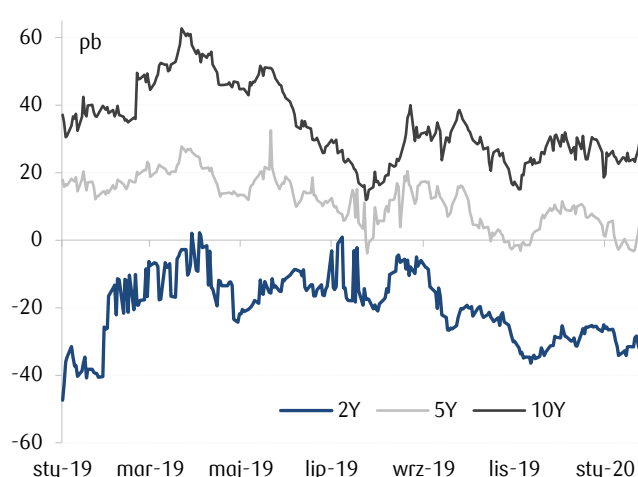
Krótkoterminowe stopy procentowe



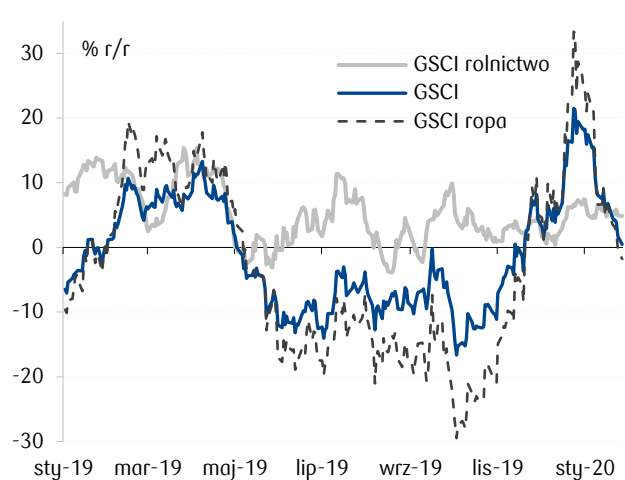
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



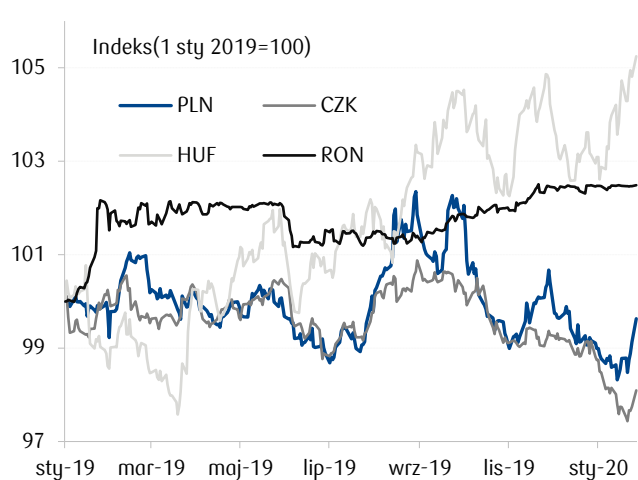
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski SA  
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa  
t: (22) 521 80 84  
f: (22) 521 88 87  
email: [DAE@pkobp.pl](mailto:DAE@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl) 22 521 80 84

### Zespół Analiz Makroekonomicznych

[analizy.makro@pkobp.pl](mailto:analizy.makro@pkobp.pl) 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska [marta.petka-zagajewska@pkobp.pl](mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl) 22 521 67 97  
dr Marcin Czaplicki, CFA [marcin.czaplicki@pkobp.pl](mailto:marcin.czaplicki@pkobp.pl) 22 521 54 50  
Urszula Kryńska [urszula.krynska@pkobp.pl](mailto:urszula.krynska@pkobp.pl) 22 521 51 32  
dr Michał Rot [michal.rot@pkobp.pl](mailto:michal.rot@pkobp.pl) 22 580 34 22

### Zespół Analiz Sektorowych

[analizy.sektorowe@pkobp.pl](mailto:analizy.sektorowe@pkobp.pl) 22 521 81 22

dr Agnieszka Grabowiecka-Łaszek [agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl](mailto:agnieszka.grabowiecka-laszek@pkobp.pl) 22 521 81 22  
dr Mariusz Dziwulski [mariusz.dziwulski@pkobp.pl](mailto:mariusz.dziwulski@pkobp.pl) 22 521 81 88  
Michał Koleśnikow [michal.kolesnikow@pkobp.pl](mailto:michal.kolesnikow@pkobp.pl) 22 521 81 23  
Piotr Krzysztofik [piotr.krzysztofik@pkobp.pl](mailto:piotr.krzysztofik@pkobp.pl) 22 521 81 25  
Wojciech Matysiak [wojciech.matysiak@pkobp.pl](mailto:wojciech.matysiak@pkobp.pl) 22 521 51 80  
Katarzyna Piętka-Kosińska [katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl](mailto:katarzyna.pietka-kosinska@pkobp.pl) 22 521 65 15  
Filip Romanowski [filip.romanowski@pkobp.pl](mailto:filip.romanowski@pkobp.pl) 22 521 87 39  
Anna Senderowicz [anna.senderowicz@pkobp.pl](mailto:anna.senderowicz@pkobp.pl) 22 521 81 24

### Zespół Analiz Nieruchomości

Marcin Morawiecki [marcin.morawiecki@pkobp.pl](mailto:marcin.morawiecki@pkobp.pl) 22 521 72 24

**Materiał zatwierdził(a):** Marta Petka-Zagajewska

#### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.